

## 日本銀行と金融庁による邦銀の海外クレジット投融資の動向調査

先行きの不確実性に備えた適切なリスク管理が不可欠

日本銀行 前金融機構局金融第1課 企画役(現政策委員会室) 別所英実  
金融機構局前金融第3課 企画役(現金融第1課) 竹村浩希  
金融庁 監督局銀行第一課 課長補佐 平林高明

米欧では、レバレッジド・ローンと、これを裏付け資産とする証券化商品であるCLOの市場が拡大しており、本邦金融機関による保有残高も拡大してきた。昨年来、日本銀行と金融庁は、本邦金融機関による海外クレジット投融資の実態についてきめ細かく把握し、金融機関における適切なリスク管理を確保するとともに、その金融安定面への影響に関する適正な評価の共有を図ることを目的として、合同調査を行っている。本稿では、特にエクスポージャーの大きい大手行の投融資の規模や特徴について整理を行った。

### 本邦金融機関のCLOシェアは2割弱に

近年、世界的に企業の債務残高は増加を続けてきた。米欧では、特に、利益に対する有利子負債の残高の割合であるレバレッジ比率が高く、信用力の低い企業向けの貸付であるレバレッジド・ローン(レバローン)と、これを裏付け資産とする証券化商品であるCLO(Collateralized Loan Obligation)の市場が早いペースで拡大してきた。長引く国内低金利環境に直面する本邦金融機関は、利ザヤ確保のため、海外での貸出や海外クレジット商品への投資を積極化し、レバローンやCLOの保有残高を拡大していた。

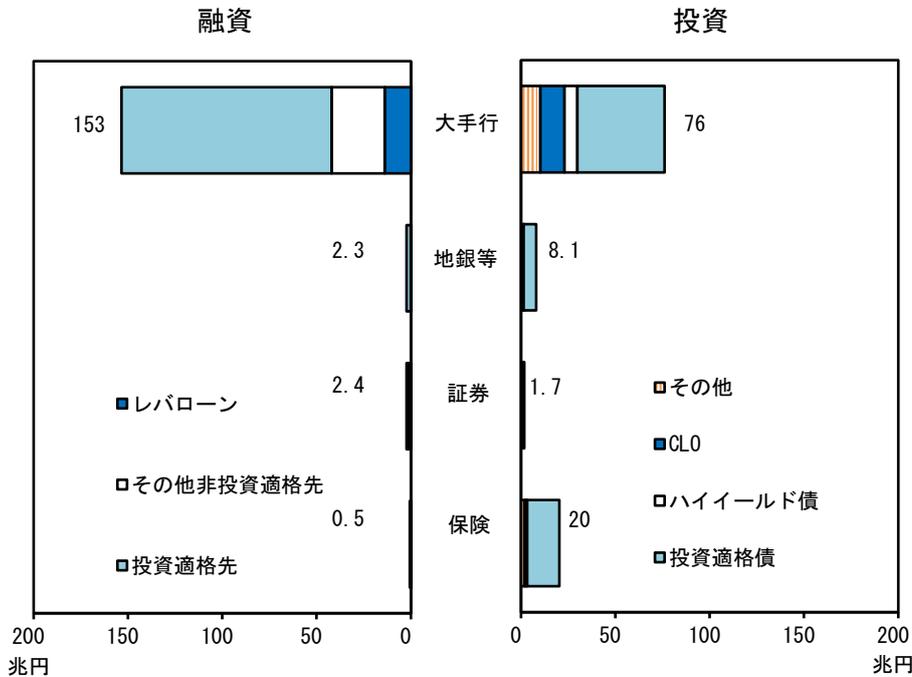
日本銀行と金融庁は、大手行・地域銀行・信用金庫・証券会社・保険会社など、約400先に及ぶ幅広い金融機関の協力を得て、昨年末にかけて「海外クレジット投融資調査」を実施した。<sup>1</sup>その際、各業態においてエクスポージャーの大きい先との間では、直接的な対話の場を設けて、実情の把握に努めた。

本邦金融機関における2019年3月末時点の海外クレジット投融資残高は、融資が約160兆円、投資が約100兆円であった(図表1)。業態別に見ると、融資・投資のい

<sup>1</sup> 今回の「海外クレジット投融資調査」の結果については、日銀レビュー「本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向—日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—」(2020年6月)を参照。

ずれも、大手行)<sup>2</sup>が大きな割合を占めており、他の業態に関しては、大手行に比べて残高が僅少であることが分かった。

【図表1】 本邦金融機関の業態別の海外クレジット投融資残高



(注) 2019年3月末時点。地銀等には、信用金庫やネット銀行等を含む。融資には、未引出しのコミットメントライン(融資枠)を含む。地銀等は、投資信託を通じた保有分を含まない。  
(出所) 日本銀行、金融庁(図表2も同じ)

内訳を見ると、融資・投資いずれについても、投資適格企業向けのエクスポージャーが約7割と大部分を占めているが、レバローンを含む非投資適格企業向けの融資や、CLOへの投資、非投資適格企業の社債であるハイイールド債への投資なども3割程度を占める。CLOについては、グローバルな市場における本邦金融機関のシェアが2割弱に達しているとみられる。

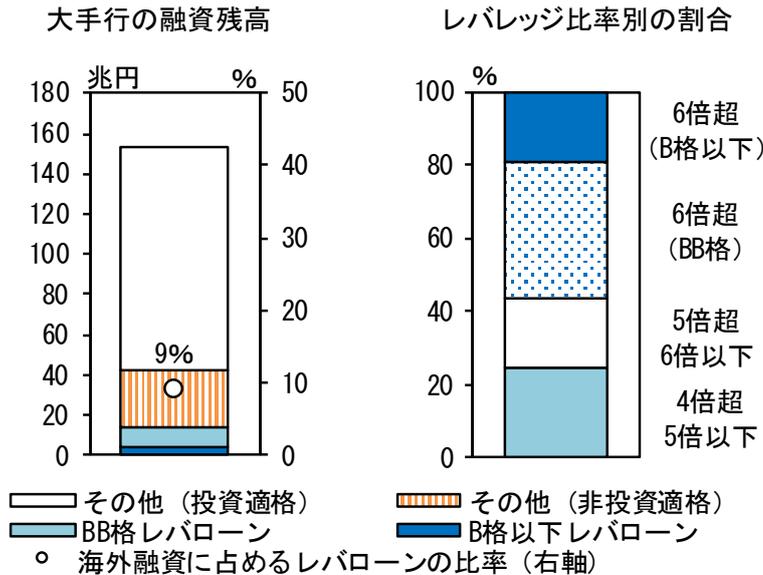
### レバローンのリスク管理を慎重に実施

レバローンには、厳密な意味で統一された定義は存在しない。ここでは、米欧の監督当局の定義を参考に、「レバレッジ比率4倍超かつ非投資適格企業向け融資」をし

<sup>2</sup> 本稿で分析対象としている大手行は、みずほ銀行、三菱UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行、三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、SMBC信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行、ゆうちょ銀行、農林中央金庫の13行庫。

バローンと定義する。19年3月末時点の大手行の海外融資のうち、レバローンの残高は1割程度の約14兆円であり、このうちダブルB格が約7割、シングルB格以下が約3割であった(図表2)。融資先企業のレバレッジ比率別に見ると、6倍超が6割弱、5～6倍が2割弱、5倍以下が2割強であった。

【図表2】 大手行の海外融資残高



(注) 2019年3月末時点。オンバランス・オフバランスエクスポージャーの合計。格付けは各金融機関の内部格付けに基づく。右図は、融資先企業のレバレッジ比率別に見たレバローン残高の割合。

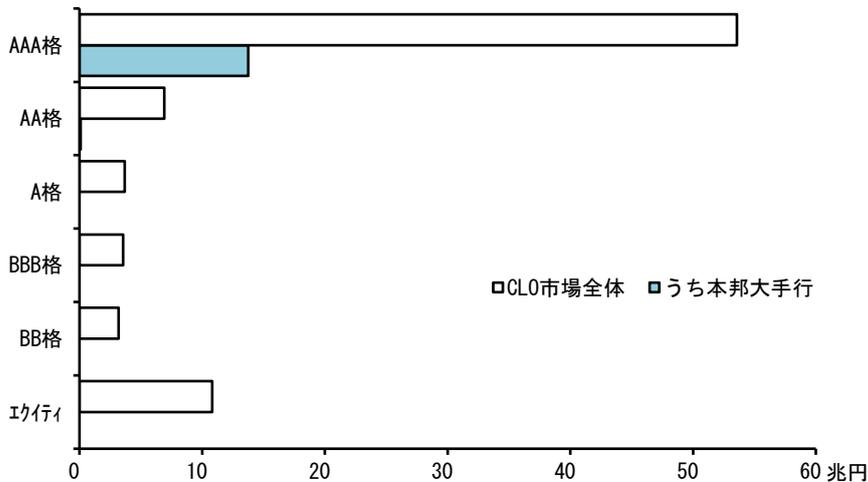
レバローンのリスク管理に関して、大手行では、企業規模や業種に応じた与信上限額の設定のほか、レバレッジ比率やファンド等の出資割合であるエクイティー比率の基準を設けるなど、信用リスクを抑制するための特別な融資基準を設けている先が見られる。このうちレバレッジ比率については、近年、買収効果等を勘案した先行きの利益増加を織り込むことで同比率を低く見積もる、いわゆる「アドバックス」を行う企業も見られる。

大手行では、こうした不確実性の高い利益の増加見込みに対して一定の上限を設けるなどの調整を行い、保守的にレバレッジ比率を算出した上で与信判断をしている先が多い。また、レバローンの中でもリスクの高いLBO(レバレッジド・バイアウト)ローン等や、一部の地域について、融資規律を評価する基準を設け、この基準に抵触する案件を一定比率以下とする管理を行う先も見られる。

### 大手行が保有するCLOは99%以上がトリプルA格

大手行が19年9月末時点で保有するCLOを格付け別に見ると、99%以上がトリプルA格トランシェに集中している(図表3)。金融商品に関する会計基準に基づく保有目的区分別では、大手行の保有するCLOの約4分の3は「満期保有目的」に区分されていることが確認された。

【図表3】 CLOの格付け別市場残高と本邦大手行の保有残高



(注) 本邦大手行の投資残高は2019年9月末時点、世界のCLO市場全体の残高は18年12月末時点。

(出所) 日本銀行、金融庁、FSB、Creditflux “CLO-i”

CLOは、リーマンショック後の金融危機拡大の一因となった、サブプライムローンを裏付け資産とする証券化商品との類似性を指摘されることがある。しかし、①リーマンショック時に大きな損失につながったのはデリバティブを組み込んだ仕組みの複雑な再証券化商品が中心であり、当時もトリプルA格のCLOについて元利払いが毀損した例はなかったこと、②リーマンショック時は、CDO(債務担保証券)等の証券化商品自体を担保とするレポ取引により投資資金を調達していた投資家が多く、証券化商品の価格下落が資金調達難、ひいては投げ売りにつながりやすかったのに対し、CLOを担保とするレポ取引で投資資金を調達している先はあまり見られないことなどは、意識しておく必要がある。

CLOの商品設計は、リーマンショック以降、ダブルA格以下のトランシェの割合が拡大しており、トリプルA格部分の元利払いが毀損するリスクは、当時よりも抑制される構造となっている。また、大手行ではCLOの裏付け資産ポートフォリオのデフォルト率や回収率に、リーマンショック並みかそれを上回る深度の危機を想定したストレス

を与えて保有トランシェの元本毀損の可能性を確認している。従って、期中における時価評価額の変動は相応に大きいものの、満期まで持ち切った場合の損失率は抑制されていると評価できる。また、大手行がCLOの多くを満期保有目的で保有しているため、安定した外貨調達基盤が確保できている限り、大手行自身がスパイラル的な価格下落のきっかけを作る事態は生じにくいとみられる。

大手行では、入口審査におけるマネージャー選定のためのデューデリジェンスの実施、マネージャーごとの投資上限額を管理するなどの取り組みを行っている。償還までの期中においても、裏付け資産のクオリティーが適切に管理されるよう、マネージャーに運用制約を課す「投資ガイドライン」について合意を得て、ガイドラインで定められたトリガーの抵触状況や、抵触時のポートフォリオのリバランス状況について、適切にモニタリングするよう求めている。今年3月半ばのクレジット市場の調整局面でも、保守的な投資ガイドラインの下で運用されるCLOほど、価格調整が相対的に小幅だったことが報告されている。

#### 市場環境の変化に備えリスク管理の強化を

今年に入ってから、海外クレジット市場は、新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から一時大きく調整したが、各国政府・中央銀行の政策対応の効果もあって、足元、幾分落ち着きを取り戻している。もっとも、感染拡大の今後の展開やそれに伴う実体経済への下押し圧力の強さ、持続期間を巡る不確実性は大きい。大手行は海外クレジット投融资の拡大に関して、総じて慎重な姿勢にあるが、国内の収益見通しが厳しいなか、先行き、環境の改善を見極められた場合には、あらためて海外クレジット投融资に本格的に取り組むことを検討する可能性は十分にある。その際には、いわゆる2番底のリスクも十分に意識した慎重な検討が求められる。

レバローンの融資先企業の財務状況を見ると、レバレッジが上昇傾向にあったほか、アドバックスを行う企業も増加していた。また、融資先企業に課される財務制限条項(コベナンツ)が緩和されたコベナントライトローンの比率が高まるなど、全般的にローンの質の劣化や注意を要するローンの増加が見られていた。新型コロナの感染拡大の影響が長期化した場合に備えて、金融機関は適切な信用リスク管理を引き続き行うことが欠かせない。

レバローンのうち満期一括償還型のローンについては、償還期に多額のリファイナンス(借り換え)が成立することが重要となる。レバローンの市場全体の償還スケジュールを見ると、22~24年に集中することを踏まえ、金融機関は、可能な限り償還時期の分散を図る必要がある。また、グローバルベースでポートフォリオの状況をタイムリーに把握できるよう、システム面も含め、管理態勢を構築することも求められよう。

CLO投資を巡っては、同じ格付けであっても、運用を担うマネージャーによる裏付

け資産の選定・運用の巧拙や、裏付け資産の適切性に起因する銘柄間の格差が存在する。そのため、外部格付けに過度に依存することなく、CLOの個別性を踏まえたリスクの適切な把握、管理態勢を整えることが重要となる。

期中での売却を想定しない場合であっても、保有銘柄の格下げが起きた場合には、市場価格の大幅な変動による減損損失の発生リスクが存在するほか、リスクアセットの大幅な増加(自己資本比率の低下)につながり得る。今年3月に一部で見られたように、ストレス時にファンドから短期間に大量の資金流出が生じた場合などに、CLOやレバローンの市場流動性の著しい低下を契機とする価格の大幅な変動や、リファイナンスの困難化が生じ、その結果、デフォルト率が想定以上に高まる可能性がある点は十分警戒しなければならない。CLOの裏付け資産のリスクを把握する際には、銘柄単位でのモニタリングの実施に加え、銘柄間の裏付け資産の重複を考慮するほか、エクスポージャーの大きい債務者企業については、保有資産全体について適切に管理する必要がある。

レバローンやCLOの市場流動性が相対的に乏しい点を踏まえると、とりわけCLOの満期保有目的での投資残高が積み上がる状況下では、安定的な外貨調達基盤を確保することの重要性が高まっている点も強く認識しておく必要がある。引き続き、外貨の調達先や調達手段の多様化および調達期間の長期化を通じて、外貨流動性リスクへの備えを強化する取り組みが求められる。

\* \* \*

今回の調査結果は、昨年10月および今年4月に日本銀行が公表した「金融システムレポート」や、昨年12月に金融安定理事会(FSB)が公表した「レバレッジドローン及びCLOに関する脆弱性」報告書など、金融当局による金融システムの安定性評価などにも活用されている。また、金融機関との直接的な対話を通じ、リスク管理のさらなる強化に向けた取り組みを促すことや、国際会議やバイラテラル会合における海外金融当局との対話を通じ、わが国金融システムの安定性に関する適正な評価の共有を図る、といったことにも用いられている。その一環として、金融庁と日本銀行が行っている共通シナリオに基づく一斉ストレステストにおいても生かされている。

#### 別所 英実(べっしょ ひでみ)

07年日本銀行入行。ロンドン事務所、総務省出向などを経て、18年7月から金融機構局で大手金融機関に対するモニタリングを担当。現在、政策委員会室。早稲田大学政治経済学部卒、米タフツ大学大学院修了。

**竹村 浩希(たけむら ひろき)**

04年日本銀行入行。金融市場局、内閣官房出向などを経て、18年7月から金融機構局で大手金融機関の国際業務に対するモニタリングを担当。現在、金融機構局金融第1課。早稲田大学政治経済学部卒、英ケンブリッジ大学大学院修了。

**平林 高明(ひらばやし たかあき)**

12年金融庁入庁。旧総務企画局、旧検査局、財務省出向などを経て、19年7月から監督局で主要行等やネット系銀行を監督する部署にて勤務。東京大学法学部卒、米カリフォルニア大学ロサンゼルス校大学院修了。